



**Convention FESE - « L'avenir de l'Europe  
sur les marchés mondiaux de capitaux »**

**Paris, jeudi 22 juin 2017**

**Remarques conclusives de François Villeroy de Galhau,  
gouverneur de la Banque de France**

*Contact presse : Clémence Choutet (01 42 97 74 51 ; [clemence.choutet@banque-france.fr](mailto:clemence.choutet@banque-france.fr)).*

Mesdames et Messieurs,

C'est un plaisir pour moi d'être avec vous aujourd'hui pour conclure cette convention FESE. Lorsque nous réfléchissons à l'avenir de l'Europe sur les marchés mondiaux de capitaux, nous convenons tous que le vote en faveur du Brexit, l'année dernière, a considérablement modifié le paysage européen. Un an après, c'est encore une mauvaise nouvelle pour nous tous, mais c'est bien pire pour le Royaume-Uni lui-même, et chaque jour davantage. Quoi qu'il en soit, face au Brexit, nous devons au moins être cohérents. Et l'UE à 27 l'est, cohérente, comme on le voit avec M. Macron et Mme Merkel : nous souhaitons conclure les négociations de façon positive, mais il ne peut pas y avoir de marché unique à la carte, ni d'accès sans des règles communes. Par ailleurs, j'aimerais insister sur deux impératifs : premièrement, nous ne devons pas laisser de sources de risque systémique pour l'UE se développer en dehors de l'UE ; deuxièmement, nous devons accélérer la création d'une « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » afin de stimuler l'investissement productif grâce à une meilleure circulation de l'épargne par-delà les frontières. Permettez-moi d'aborder plus en détails ces deux impératifs.

\*\*

### **1. Ne laissons pas des sources de risque systémique pour l'UE se développer en dehors de l'UE**

Je commencerai par le premier impératif. Le principal problème à cet égard est que certaines infrastructures des marchés financiers, qui sont essentielles pour l'UE, deviendront bientôt extérieures à l'UE en raison du Brexit. C'est particulièrement problématique lorsque ces infrastructures risquent de mettre en danger la stabilité financière de l'UE : certaines contreparties centrales, par exemple, peuvent être considérées comme étant des entités trop grandes pour faire faillite (*too-big-to-fail*), notamment du fait du caractère obligatoire de la compensation. Par rapport aux autres devises, il s'agit d'une préoccupation

spécifique à l'euro puisque la gestion de l'épargne européenne est presque totalement dépendante d'acteurs financiers et d'infrastructures de marché basés à Londres. Et pourtant, nous ne pouvons pas raisonnablement attendre de ces infrastructures mondiales qu'elles tiennent compte, dans leurs opérations et leur gestion des risques, de la stabilité financière de la zone euro, en plus de la stabilité financière de leur propre juridiction.

Par conséquent, comme Londres sera malheureusement bientôt en dehors de l'UE, l'organisation actuelle n'est plus adaptée. Il n'est pas possible de reproduire, pour l'activité de compensation en euros, l'approche extraterritoriale développée par les autorités américaines, en raison de la position spécifique du marché des capitaux de l'UE vis-à-vis de Londres et aussi parce que nous savons d'expérience qu'en période de crise, les avis des autorités nationales de régulation sont prépondérants en cas de divergence d'intérêt.

Alors que devons-nous faire ? À mon avis, une politique de localisation représente l'outil le plus efficace : d'abord, afin d'exercer un contrôle effectif sur les activités libellées dans les devises de l'UE ; et ensuite, pour favoriser une meilleure structure de marché, plus équilibrée, moins dépendante des entités trop grandes pour faire faillite, qui améliorerait la stabilité financière mondiale – et pas seulement celle de l'UE. À cet égard, je veux saluer les propositions très récentes de la Commission européenne, qui vont dans le bon sens, même si elles pourraient être renforcées et rationalisées : les contreparties centrales dont les activités sont « super-systémiques » pour le marché de l'UE doivent effectivement s'établir au sein de l'Union européenne. Cette politique de localisation constitue le seul mécanisme viable pour assurer aux autorités européennes, et à l'Eurosystème en particulier, le contrôle et la maîtrise des risques que les contreparties centrales sont susceptibles de faire peser sur la stabilité financière de l'Union européenne. À cette fin, le concept de CCP d'importance systémique substantielle (*substantially systemically important CCP*) devrait toutefois être défini précisément, avec des exigences objectives, fondées sur des règles claires ; les activités de compensation

libellées en euros devraient être localisées dans l'Union européenne lorsqu'elles dépassent certains seuils.

## **2. Accélérons la création d'une « Union de financement pour l'investissement et l'innovation »**

Le second impératif consiste à accélérer la création d'une « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » au niveau européen. La nécessité de cette Union de financement découle à la fois d'une faiblesse et d'une opportunité. La faiblesse, c'est que la zone euro est confrontée à une fragmentation financière persistante. Mais l'opportunité réside dans l'abondance de ses ressources : l'excès d'épargne par rapport à l'investissement représente 350 milliards d'euros par an dans la zone euro, soit plus de 3 % du PIB. Une façon évidente de stimuler la croissance au sein de l'UE est donc de mieux orienter notre épargne abondante vers le financement de l'investissement et de l'innovation par-delà les frontières. De cette façon, nous serons en mesure de remédier à la « pénurie d'investissement » persistante qui a suivi la crise financière (le ratio investissement/PIB reste inférieur à son niveau du début du 21<sup>e</sup> siècle : 20 % en 2016 contre 22 % sur la période 2000-2005).

La réussite de cette Union de financement réside dans la capacité à offrir aux entreprises davantage de solutions de financement par fonds propres, permettant ainsi aux PME de se développer. L'Europe est très en retard dans ce domaine : ce type de financement ne représente que 68 % du PIB dans la zone euro, contre 128 % aux États-Unis au quatrième trimestre 2016. Bien sûr, les éléments constitutifs de cette Union de financement existent déjà avec l'Union des marchés de capitaux, qui favorise la diversification du financement privé ; le plan d'investissement Juncker, qui oriente l'investissement public et privé vers l'économie réelle ; et l'Union bancaire, qui traite le problème de la fragmentation. Ces initiatives doivent cependant être rassemblées au sein de l'Union de financement afin de transcender les frontières administratives ou

bureaucratiques, de créer des synergies et par conséquent de donner un nouvel élan à ce projet. Imaginons par exemple un véritable marché européen du capital-risque destiné à promouvoir le financement par fonds propres, qui représente le mode de financement le plus efficace des entreprises innovantes quel que soit leur stade de développement (amorçage, démarrage ou expansion).

Plus précisément, les progrès vers une Union de financement pour l'investissement et l'innovation sont nécessaires dans trois domaines clés :

- premièrement : l'achèvement de l'Union bancaire. Cela implique, en priorité, de finaliser le second pilier de l'Union bancaire, c'est-à-dire le mécanisme de résolution unique. Dans le cadre d'une Union bancaire robuste, les banques de la zone euro seront ainsi en mesure de s'engager dans des consolidations transfrontières sur une base saine et solide et contribueront donc à réduire encore la fragmentation financière ;
- deuxièmement : la révision en profondeur des dispositifs d'incitation aux investissements transfrontières, notamment en favorisant une plus grande convergence des régimes fiscaux et réglementaires. Le renforcement de la libre circulation des capitaux au sein de l'UE nécessite de surmonter un large éventail d'obstacles juridiques, en particulier en améliorant la prévisibilité des cadres de faillite, en éliminant les biais liés à la fiscalité qui pénalisent les fonds propres et en améliorant encore la transparence et l'harmonisation des règles comptables s'appliquant aux petites entreprises ;
- troisièmement : l'accroissement de l'offre de services d'intermédiation financière, que ce soit sous forme de nouveaux produits d'épargne et de nouveaux véhicules d'investissement (à plus long terme et plus orientés vers le risque) à l'échelle européenne ou de nouvelles initiatives de marché en matière d'obligations vertes, de placements privés ou de titrisation, par exemple. Au nombre des mesures complémentaires pourrait figurer la création de fonds paneuropéens de capital-risque et la mise à profit du

développement des FinTechs, tout en maintenant un niveau élevé de protection des consommateurs et de bonnes règles de conduite dans un environnement numérique.

\*\*

Permettez-moi de conclure sur une remarque d'ordre général. Après le Brexit et l'élection de M. Trump, nombreux étaient ceux qui s'attendaient à une crise de la zone euro. Jusqu'à présent, il s'est produit exactement le contraire : la croissance européenne s'accélère et son rythme est proche de celui de la croissance américaine. Les élections en France ont donné un nouvel élan politique à la stabilité et aux réformes ; le soutien du public en faveur de l'Europe a nettement augmenté, de 18 points de pourcentage en France par rapport à l'année dernière (56 % au printemps 2017) selon une récente enquête de l'institut de recherche *Pew Research Center* ; et la même tendance peut être observée dans plusieurs pays. Surtout, dans une UE à 27, nous ne devons pas consacrer toute notre énergie au Brexit, au détriment de l'investissement dans notre propre avenir. À cet égard, c'est le bon moment pour passer à la vitesse supérieure. Pour stimuler la croissance européenne, les leviers financiers sont essentiels, mais les leviers économiques ont également un rôle à jouer. C'est la raison pour laquelle je parle souvent de « triangle de croissance » de l'Europe. À mon avis, l'Europe doit activer trois leviers : l'Union de financement pour l'investissement et l'innovation que je viens juste de décrire, mais également la mise en œuvre de réformes structurelles nationales d'une part et un meilleur dosage des politiques économiques dans la zone euro (*policy-mix*) d'autre part. Les réformes structurelles nationales constituent, pour chaque pays, une condition préalable si nous voulons libérer notre potentiel collectif de croissance. En outre, elles amplifieraient les effets de l'Union de financement : une Union de ce type renforcerait la *capacité* des entreprises à investir et les réformes nationales encourageraient les entreprises dans leur *propension* à investir. Le troisième levier repose sur un dosage des politiques économiques de la zone euro basé sur une meilleure coordination des politiques macroéconomiques. À cet effet,

une stratégie économique collective impliquant un accord entre les États membres est indispensable : si nous combinons davantage de réformes structurelles là où elles sont nécessaires – comme en France et en Italie – et davantage de soutien budgétaire ou salarial dans les pays disposant d'une marge de manœuvre en la matière – comme l'Allemagne et les Pays-Bas, la croissance et l'emploi seront indéniablement plus forts partout en Europe. Si nous saisissons cette occasion, l'heure de l'Europe sera venue. Je vous remercie de votre attention.